

AGF – Quant Value Small Caps

Narciso Benítez, gestor de **Abante Quant Value Small Caps**, analiza en su carta trimestral el impacto de la COVID-19 en los mercados financieros y destaca que “la segunda oleada está causando mucho menos daño que la primera”, por lo que, “es muy probable que hayamos dejado atrás lo peor, en términos económicos, de esta pandemia”, aunque todavía no nos hayamos librado de ella. Y, a medida que los mercados vayan normalizando su comportamiento, “será más fácil que se reestablezcan las tendencias estadísticas a largo plazo como las que explota nuestro fondo”, indica.

Una de estas tendencias es el *value*. Benítez analiza en qué momento se encuentra actualmente esta y compara su evolución histórica y potencial con el *growth*. En este sentido, el gestor subraya, para ilustrar la fortaleza del *value*, que “para convertirlo en una inversión mediocre se necesita, por lo menos, una guerra o una catástrofe financiera. “Cada vez que se ha dado al *value* por finado, este vuelve con fuerza, casi en son de venganza”, escribe.

Por eso, señala que sigue convencido de “encontrarnos ante una oportunidad única para invertir en un estilo multifactor con un fuerte componente *value*”. “Combinado con una gran diversificación geográfica, es la mejor protección posible ante estos tiempos inciertos que nos ha tocado vivir”, añade.

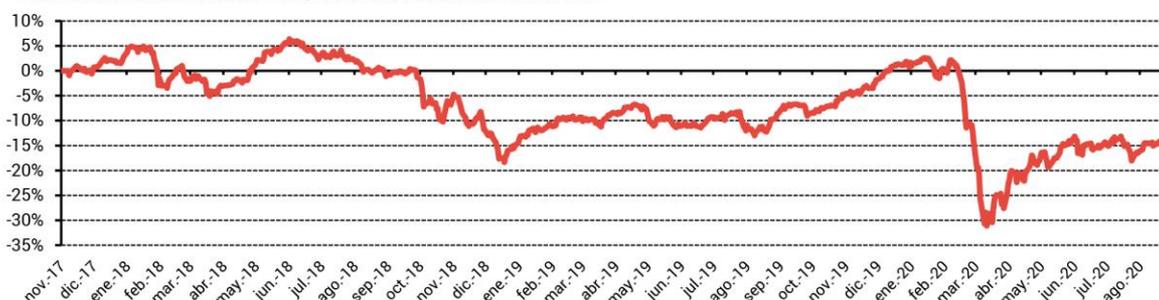
La rentabilidad en el tercer trimestre ha sido del 3,62%, comparada con un 2,92% del índice; en lo que va de año llevamos un -12,89% frente a un -10,37% de la referencia. El fondo ha repuntado especialmente en septiembre, ganándole un 4% al índice, con todas las regiones geográficas contribuyendo al diferencial positivo. Y termina su carta analizando la distribución sectorial y geográfica del fondo.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-ago-20
Valor liquidativo 8,489€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2020	-15,86%	-2,34%	-10,35%	-14,92%	9,81%	2,67%	0,10%	-3,60%	3,82%				
2019	20,00%	4,76%	2,21%	0,05%	2,86%	-3,98%	-0,08%	2,04%	-0,82%	3,17%	0,69%	2,99%	4,82%
2018	-17,06%	1,85%	-2,41%	-5,15%	2,37%	6,52%	-0,17%	-1,99%	-1,76%	-0,06%	-8,42%	-1,58%	-6,82%
2017	1,65%										0,13%	1,52%	

Se han realizado cambios sustanciales en la política de inversión del fondo en el año 2018



Se han realizado cambios sustanciales en la política de inversión del fondo en el año 2018

Carta del gestor

La COVID-19 y las bolsas

Como hemos comentado a lo largo de este año, las diferencias en la gestión de la crisis de la COVID-19 entre los países asiáticos y la mayoría de los occidentales (hay excepciones) están siendo extremadamente preocupante, no solo desde el punto de vista de un inversor, sino para cualquier ciudadano de a pie de los países más afectados. Para ilustrar dichas diferencias, les comento el caso de un conocido, profesor en una de las mejores universidades de Pekín, que describía el procedimiento para viajar a China: tuvo que hacerse (1) un test en su país de origen para poder solicitar el visado, (2) un test antes de embarcar en el avión, (3) un test al llegar al aeropuerto en China, (4) un test tras cinco días de cuarentena (estricta y vigilada, con todos los vecinos avisados con un cartel, un dispositivo en la puerta que vigila que el aislado no salga y dos visitas diarias de enfermeros para confirmar la ausencia de síntomas) y (5) un test final antes de incorporarse a su puesto de trabajo. Este sistema es similar al de otros países asiáticos como Taiwán o Singapur, y comparándolo con la permeabilidad (por decirlo de manera suave) de las fronteras de Occidente no es difícil entender la muy dispar evolución en el número de contagios y el deterioro económico en ambas regiones.

Sin embargo, a pesar de los errores cometidos en Occidente y de lo imperfecto de nuestra respuesta a esta plaga, la segunda oleada está causando mucho menos daño que la primera. La adopción de mascarillas, las limitaciones de aforo, el hecho de que muchas personas hayan modificado su comportamiento de manera voluntaria, evitando de manera instintiva los locales poco aireados y las multitudes, han reducido la amplitud de R_0 (la temible velocidad de expansión del virus). Incluso en España, uno de los países más afectados, los ritmos de desarrollo de la enfermedad en la segunda ola han sido 10 veces más lentos que en marzo. Si a eso añadimos la mejora de los tratamientos médicos y la voluntad de la mayoría de los gobiernos de utilizar medidas más inteligentes, de impacto limitado, para su extinción, es muy probable que hayamos dejado atrás lo peor, en términos económicos, de esta pandemia. Eso no quiere decir que vayamos a librarnos pronto de ella; incluso si el desarrollo de las vacunas ocurre en los plazos esperados (y dada la cantidad de talento, motivación y recursos invertidos es probable que así sea), es dudoso que una aplicación suficientemente amplia para garantizar la inmunidad de grupo llegue antes de la segunda mitad de 2021. Pero lo que tenemos por delante, aunque vaya a ser duro, no es comparable con lo que ya hemos pasado. Nos estamos adaptando y aprendiendo a enfrentarlo minimizando el perjuicio económico que este produce.

A medida que el convencimiento de que hemos dejado atrás lo peor va siendo absorbido por los mercados, estos normalizarán su comportamiento y será más fácil que se reestablezcan las tendencias estadísticas a largo plazo como las que explota nuestro fondo. Recordemos cuál es una de las más importantes.

Value vs. growth

Una de las suposiciones (a menudo no explicitadas) de la inversión en factores, entre ella el *value*, es que la dinámica interna de los mercados se mantiene aproximadamente similar en épocas muy diferentes. No hablamos del tipo de activos que se intercambian en los mercados, es decir, qué se vende y se compra, ya que los sectores más representados en las bolsas han cambiado mucho a lo largo de la historia: de las acciones de la Compañía de las Indias Orientales en el siglo XVII a Netflix hay un gran trecho. Sin embargo, si leemos al cordobés José de la Vega en su “Confusión de confusiones”, que describe la bolsa de Ámsterdam en 1688, podemos identificar la mayor parte de los comportamientos (y muchos de los instrumentos financieros) de los mercados actuales. Y es que, negociemos carbón, bonos de carbono o carbúnculos, las emociones del ser humano, el miedo y avaricia que a veces le dominan han cambiado muy poco en los últimos siglos; basta leer a los clásicos para convencerse de ello. Por ello, la mejor manera de entender el presente e intentar disipar la niebla que esconde el futuro es estudiando el pasado.

Para hacerlo utilizamos la base de datos de Kenneth French, que alcanza hasta casi un siglo atrás en el mercado americano (1926) y nos permite cotejar la rentabilidad histórica de las compañías pequeñas *value* con el de las grandes compañías *growth* que dominan el mercado. Y así, seleccionamos las compañías en el quintil más barato en precio/valor en libros y en el 20-40% de tamaño más pequeño (las del quintil inferior dan mejores resultados teóricos, pero a menudo no son invertibles en la práctica por su falta de liquidez). Como podemos ver en la Fig. 1, durante el último siglo las compañías baratas moderadamente pequeñas han dado un exceso de rentabilidad anualizado del 4,5% respecto a las compañías grandes y caras. A esto nos referimos los inversores cuando decimos que el *value* siempre funciona mejor que el *growth* a largo plazo. Estudios realizados hasta dos siglos atrás, como el que mencionábamos en la carta pasada, confirman este resultado.

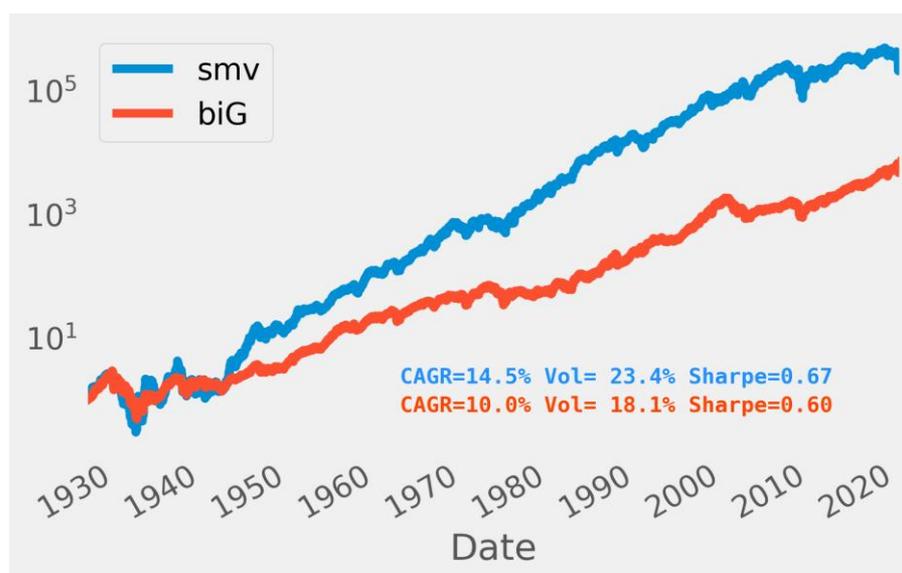


Fig 1: Comparación entre una cartera formada por pequeñas empresas en el quintil inferior de valoración por P/B (smv) y las empresas en el quintil superior tanto en tamaño como en valoración (biG).

Algunos dirán que para qué tanto estudio y tanta estadística: es de sentido común que empresas pequeñas y baratas, poco escrutadas, tienen por fuerza que dar mejor resultado al inversor que empresas enormes, con todos los ojos del mercado puestos en ellas, y encima caras. En estas últimas es muy difícil encontrar algo que los demás no sepan y que, por tanto, no esté reflejado en su optimista precio. Pues bien, como vemos en la siguiente gráfica, a veces a los mercados dan un volatín y crean un mundo al revés.

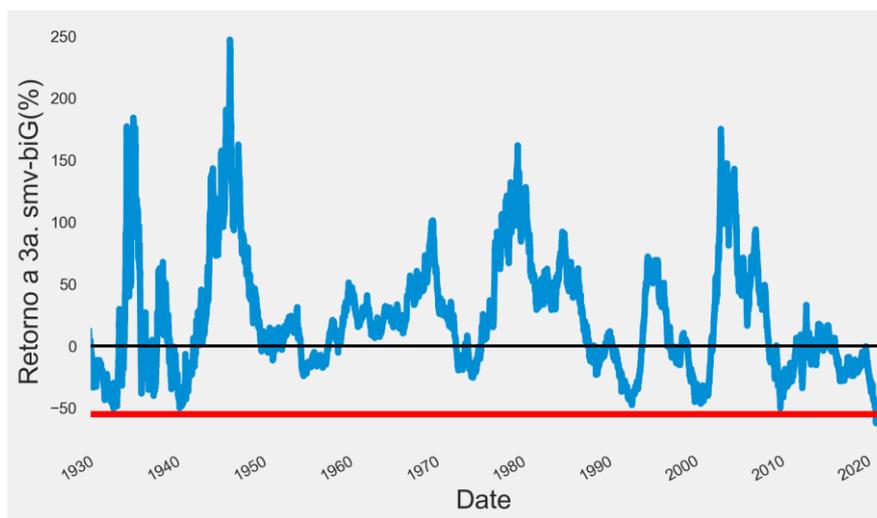


Fig 2: Comparación entre la rentabilidad porcentual acumulada a tres años de una cartera formada por pequeñas empresas en el quintil inferior de valoración por P/B (smv) y la de una cartera que contiene empresas en el quintil superior tanto en tamaño como en valoración (biG).

En la Fig. 2. mostramos, usando las mismas carteras que en la figura anterior, la rentabilidad en exceso acumulada por las *small caps* en un periodo de tres años con respecto a las *big caps*. Como es de esperar, viendo las curvas anteriores, esta cantidad es casi siempre positiva. Sin embargo, vemos que hay algunos períodos, no muy frecuentes, en los que las compañías pequeñas funcionan peor y la rentabilidad se vuelve negativa. Se trata siempre de momentos, digamos, que especiales: la Gran Depresión de los años 30; la II Guerra Mundial; las guerras de Corea, Yom Kipur e Iraq (1991); el lunes negro de 1987; la burbuja de las dot-com y la Gran Crisis Financiera de 2007.

Por una parte, esto ilustra la fortaleza del *value*: para convertirlo en una inversión mediocre se necesita, por lo menos, una guerra o una catástrofe financiera. Por otra, ilustra lo absurdo de las narrativas del día que certifican y explican la "muerte" del *value* como consecuencia de los bajos tipos de interés, de los cambios tecnológicos, etc. Cada vez que se ha dado al *value* por finado, este vuelve con fuerza, casi en son de venganza. Por si fuera poco, la presente racha de malos resultados es la peor de la serie histórica, como indica la línea roja que marca el nivel actual, por

debajo de todos los suelos anteriores. Es de esperar que la futura recuperación sea tan extrema como el descenso.

Estas dos gráficas ilustran porqué seguimos convencidos de encontrarnos ante una oportunidad única para invertir en un estilo multifactor con un fuerte componente *value*. Combinado con una gran diversificación geográfica, es la mejor protección posible ante estos tiempos inciertos que nos ha tocado vivir. En 1688 José de la Vega listó cuatro reglas de oro para triunfar en los mercados. La última dice: “El que quiera llegar a ser rico con este juego tiene que tener dinero y paciencia”. Como ven ustedes, las cosas no han cambiado mucho en 332 años.

Abante Quant Value Small Caps en el trimestre

La rentabilidad en el tercer trimestre ha sido del 3,62%, comparada con un 2,92% del índice; en lo que va de año llevamos un -12,89% frente a un -10,37% de la referencia. El fondo ha repuntado especialmente en septiembre, ganándole un 4% al índice, con todas las regiones geográficas contribuyendo al diferencial positivo.

La composición de la cartera por zonas geográficas a 30 de septiembre es la siguiente (el índice es el MSCI World Small Caps Net Total Return en euros):

Región	Fondo 30-06	Índice 30-06	Fondo 30-09	Índice 30-09
Asia Pacífico	47,77%	17,52%	39,44%	21,80%
Europa Occidental	31,72%	21,22%	28,54%	21,92%
Norteamérica	14,41%	59,65%	28,70%	58,64%
Europa del Este	0,00%	0,07%	0,00%	0,07%
Efectivo	6,10%	1,18%	3,32%	1,14%

Como podemos ver, el cambio más sustancial ha sido un aumento de más del 14% en el porcentaje de la cartera invertido en Norteamérica procedente de un pequeño recorte en Europa Occidental, del efectivo y de una reducción de algo más de un 8% en Asia-Pacífico.

Las compañías pequeñas americanas se han vuelto atractivas durante este trimestre gracias a su pujanza en precios (*momentum*) con respecto a empresas similares del resto del mundo, así como a las valoraciones resultantes del abandono relativo al que las somete el mercado americano, obsesionado por las grandes compañías tecnológicas, las “FAANGS”. En cualquier caso, la posición principal del fondo sigue siendo Japón, con casi un 32% de la cartera. La combinación de valoraciones y calidad de las compañías de este país es imbatible y, además, se ha comportado muy bien, en lo que a *momentum* se refiere, durante el último mes del trimestre. En ello puede haber influido la publicitada toma de posiciones en empresas japonesas por parte de alguien tan respetado y seguido como Warren Buffett.

La distribución sectorial es la siguiente:

Sector	Fondo 30-06	Índice 30-06	Fondo 30-09	Índice 30-09
Industria	35,42%	17,24%	35,06%	17,84%
Tecnologías Información	24,03%	14,17%	24,06%	14,02%
Materiales	11,56%	6,88%	14,33%	6,84%
Consumo Discrecional	10,58%	12,66%	5,47%	13,75%
Consumo Básico	5,96%	4,74%	5,49%	4,87%
Salud	3,52%	12,67%	9,38%	12,67%

Las posiciones en los sectores principales, industria y tecnologías de la información, se mantienen aproximadamente constantes, mientras que hay un incremento moderado en materiales y salud.

Un saludo y gracias por leerme,

Narciso Benítez

Si desea más información sobre este producto,
por favor, haga clic [AQUÍ](#).

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

Puede consultar los siguientes enlaces:

- [Ficha del producto](#)
- [Todas las cartas del gestor](#)

La información contenida en esta carta informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto del adecuado asesoramiento profesional. La carta Informativa ha sido elaborada 08/10/2019 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.